

Codziennik

Projekcja NBP pomogła w decyzji o obniżce stóp

Dziś sprzedaż detaliczna w strefie euro, produkcja przemysłowa w Czechach i Niemczech
Kolejni członkowie RPP mówią o możliwości dalszych obniżek stóp w tym roku
Niespodziewany nietypowy wzrost bezrobocia w czerwcu, w maju przyspieszenie w produkcji usług
Spokój na rynkach przez święto w USA, dalszy spadek krajowych stóp rynkowych

Dzisiaj poznamy majowe dane o sprzedaży detalicznej w strefie euro, a także o produkcji przemysłowej w Czechach. Opublikowane rano majowe dane o produkcji przemysłowej w Niemczech okazały się znacznie lepsze od oczekiwań, pokazując wzrost o 1,0% r/r, wobec mediany prognoz -0,3% i poprzedniego odczytu -1,8% y/y.

Wg nas **nowa projekcja NBP wydaje się sprzyjać dalszym obniżkom stóp procentowych**. Inflacja CPI ma w niej powrócić do pasma odchyłań od celu NBP w III kw. br. i pozostać w nim do końca horyzontu projekcji (z wyjątkiem IV kw. br., w którym ma wzrosnąć ponad pasmo odchyłań, co wynika jednak z założonego mało prawdopodobnego wzrostu cen prądu do obecnej taryfy). Widoczna w ostatnich kwartałach projekcji spadkowa trajektoria inflacji, sprowadzająca ją poniżej celu inflacyjnego, może stanowić motywację dla dalszego miarowego dostosowywania poziomu stóp procentowych. Poza tym, ścieżka inflacji bazowej została obniżona względem projekcji z marca: o 0,6 pkt proc. w 2025 r., o 0,4 pkt proc. w 2026 r. i o 0,2 pkt proc. w 2027 r. Rozwój sytuacji na rynku pracy oceniono nieco mniej pozytywnie niż w marcu, w tym w 2026 r. odjęto 0,6 pkt proc. od dynamiki wynagrodzeń, sprowadzając ją do 6,3% r/r. Oczekujemy, że stopy NBP zostaną obniżone o 25 pb jeszcze dwa razy w tym roku i dwa razy w 2026 r. Niemniej, przestrzeń do luzowania polityki pieniężnej wynikająca z lipcowej projekcji może być ograniczana przez czynniki ryzyka wymienione w śródownym komunikacie RPP, związane z luźną polityką fiskalną, poprawą koniunktury, wysokim wzrostem płac i zmiennością cen energii.

Henryk Wnorowski z RPP ocenił w wywiadzie dla PAP Biznes, że nie wyklucza kolejnego dostosowania stóp procentowych we wrześniu, a na koniec 2025 r. oczekuje stopy referencyjnej „z czwórką z przodu”. Niemniej, Wnorowski podkreślił potrzebę ostrożności w polityce pieniężnej, w szczególności w związku z luźną polityką fiskalną. **Ireneusz Dąbrowski** powiedział agencji Bloomberg, że za wcześnie by mówić o uruchomieniu cyklu obniżek stóp, ale może do tego dojść w październiku lub listopadzie, przy czym w tym roku widzi miejsce na 50pb obniżek a w przyszłym stopa NBP może zejść do 3,5%. Dodął, że jest przeciwny obniżce stóp we wrześniu, ponieważ woli poczekać na rozwój sytuacji w kwestii tarcz energetycznych i dynamiki płac. Uzasadnił obniżenie stóp w lipcu ukazaną przez projekcję perspektywą szybszego i trwałego wejścia inflacji w pasmo wokół celu.

Wg MRPiPS, stopa bezrobocia rejestrowanego w czerwcu wzrosła z 5,0% do 5,1%, przy nietypowym dla tego miesiąca wzroście liczby bezrobotnych o 14,1 tys. m/m. My i rynek oczekiwaliśmy spadku stopy bezrobocia do 4,9%. Wyjątkowo mała była liczba zgłoszonych do urzędów wakatów (-68% r/r). Nietypowe zmiany to najprawdopodobniej efekt wejścia w życie nowej ustawy o rynku pracy i służbach zatrudnienia. Wprowadza ona m.in. możliwość rejestracji rolników jako bezrobotnych, a także niezależną rejestrację w urzędzie od miejsca zameldowania, co w naturalny sposób zwiększa potencjalne grono bezrobotnych. Ustawa przewiduje też nowe zasady dla instytucji publicznych w zakresie zgłaszania ofert pracy – zatem duży spadek wakatów może nie mieć podłoża ekonomicznego.

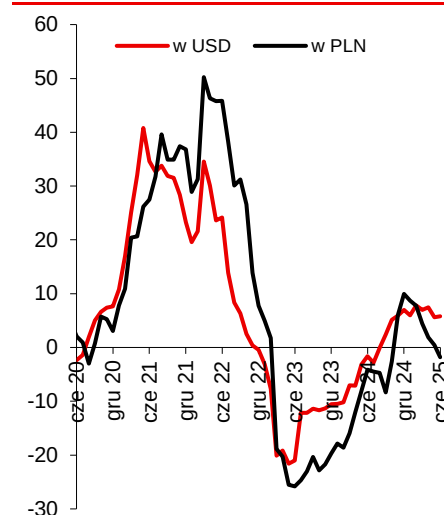
Według danych Eurostatu, produkcja usług wzrosła w kwietniu o 3,9% r/r po wzroście o 2,6% w marcu. Poprawa głównego wskaźnika wynikała przede wszystkim ze zmniejszenia skali spadku w usługach rynku nieruchomości (-5,6% r/r wobec -15,9% r/r), choć pozytywnie dołożył się też transport, usługi informacyjne oraz administracyjne i wspierające. Zakładamy, że w tym roku usługi będą się pozytywnie dokładać do wzrostu PKB, ale nie oczekujemy wyraźnego przyspieszenia.

Indeks światowych cen żywności FAO wzrósł w czerwcu o 0,7 pkt do 128,0 pkt, co przetożyło się na przyspieszenie jego dynamiki do 5,8% r/r z 5,6% r/r w maju. Zwiększenie tempa wzrostu światowych cen żywności wynikało ze wzrostu dynamik cen mięsa i zbóż, i nastąpiło pomimo spadku dynamik cen nabiału, olejów i cukru. Dynamika indeksu FAO wyrażonego w polskich złotych (tj. skorygowanego o zmiany kursu USDPLN) spadła z 0,5% r/r do -1,8% r/r, co wspiera oczekiwania dalszej dezinflacji.

Kurs EURPLN uległ w piątek jedynie minimalnym wahaniom i zakończył tydzień niedaleko 4,24, niecałe 0,2% powyżej otwarcia z poniedziałku. Pomijalnym zmianom uległy też w piątek kursy EURHUF i EURCZK a na przestrzeni całego minionego tygodnia zmieniły się o odpowiednio +0,1% i -0,3%. Kurs EURUSD zarejestrował w piątek wzrost o około 0,3%, a tym samym skorygował większość spadku, któremu uległ w czwartek w związku z lepszymi od oczekiwań danymi z rynku pracy USA. W skali tygodnia kurs EURUSD wzrósł o około 0,5%. Przez święto w USA aktywność na rynkach była obniżona.

W piątek krajowe stawki rynku pieniężnego uległy dalszym, lekkim spadkom, równym 2-3 pb w przypadku stóp IRS i 0-5 pb w przypadku stawek FRA. W efekcie w skali tygodnia stopy IRS obniżyły się o 19-25 pb, mocniej na krótkim końcu krzywej, a stawki FRA spadły o 23-31 pb, najmocniej po środku krzywej. Rentowności krajowych obligacji obniżyły się w piątek o 1-4 pb, a na przestrzeni tygodnia o 16-22 pb przy wystrojeniu krzywej o 6 pb. W piątek spadały też rentowności niemieckie, o 2-3 pb. Z powodu święta w USA tamtejszy rynek był zamknięty.

Dynamika indeksu światowych cen żywności
FAO, % r/r



Źródło: FAO, Santander

Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
email: ekonomia@santander.pl
www: santander.pl/serwis-ekonomiczny
Piotr Bielski 691 393 119
Bartosz Białas 517 881 807
Adrian Domitrz 571 664 004
Marcin Luźniński 510 027 662
Grzegorz Ogonek 609 224 857

Rynek walutowy

Dzisiejsze otwarcie

EURPLN	4,2464	CZKPLN	0,1716
USDPLN	3,6128	HUFPLN*	1,0539
EURUSD	1,1753	RONPLN	0,8394
CHFPLN	4,5303	NOKPLN	0,3562
GBPPLN	4,9089	DKKPLN	0,5680
USDCNY	7,1727	SEKPLN	0,3760

*za 100HUF

Poprzednia sesja na rynku FX

06.07.2025

	min	max	otwarcie	zamkn.	fixing
EURPLN	4,2381	4,2518	4,2397	4,2407	4,2515
USDPLN	3,5957	3,6114	3,5985	3,6005	3,6108
EURUSD	1,1763	1,1787	1,1778	1,1778	-

Rynek stopy procentowej

06.07.2025

Obligacje na rynku międzybankowym

Benchmark (termin)	%	Zmiana (pb)
PS0527 (2L)	4,32	-8
PS0730 (5L)	4,82	-3
DS1034 (10L)	5,31	-3

Stawki IRS na rynku międzybankowym**

Termin	PL		US		EZ	
	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)
1L	4,46	-4	4,14	0	1,96	-2
2L	4,06	-3	3,90	0	1,96	-3
3L	3,95	-3	3,81	0	2,06	-2
4L	3,95	-3	3,80	0	2,15	-2
5L	4,00	-4	3,82	0	2,23	-2
8L	4,21	-3	3,97	0	2,46	-2
10L	4,37	-2	4,07	0	2,57	-1

Stawki WIBOR

Termin	%	Zmiana (pb)
O/N	5,05	-1
T/N	5,09	-1
SW	5,10	-6
1M	5,15	-5
3M	5,07	-2
6M	4,91	-1
1Y	4,69	-3

Stawki FRA (na rynku międzybankowym)**

Termin	%	Zmiana (pb)
1x4	4,91	0
3x6	4,60	-3
6x9	4,12	-5
9x12	3,78	-5
3x9	4,46	-3
6x12	4,01	-5

Stawki CDS i różnica rentowności wobec niemieckich obligacji

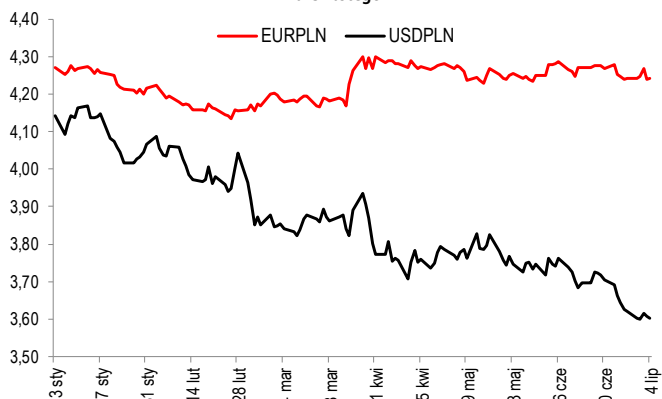
Kraj	CDS 5Y USD		Spread 10L*	
	Wartość	Zmiana (pb)	Wartość	Zmiana (pb)
Polska	68	0	274	-2
Francja	17	0	71	2
Węgry	124	0	447	1
Hiszpania	30	0	65	0
Włochy	19	0	90	1
Portugalia	16	0	48	1
Irlandia	12	0	31	0
Niemcy	6	0	-	-

*spread 10-letnich obligacji skarbowych do 10-letnich Bundów

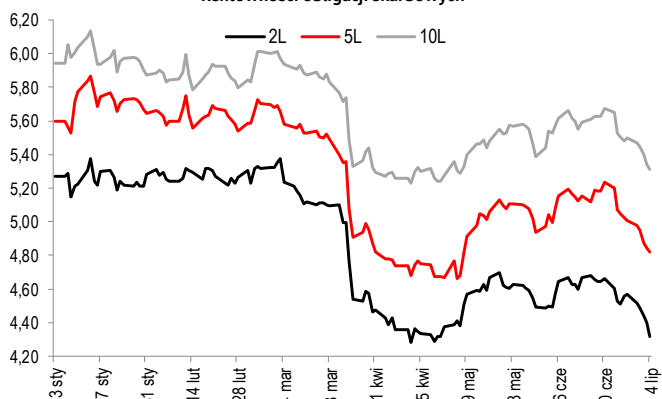
**Informacje odnoszą się do stawek kupna na rynku międzybankowym na koniec dnia

Źródło: LSEG, Datastream

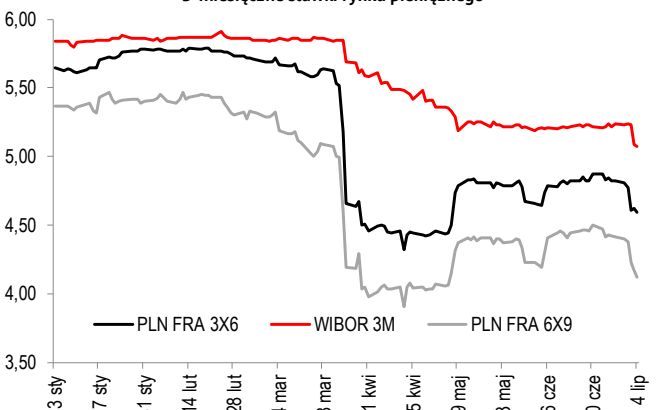
Kurs złotego



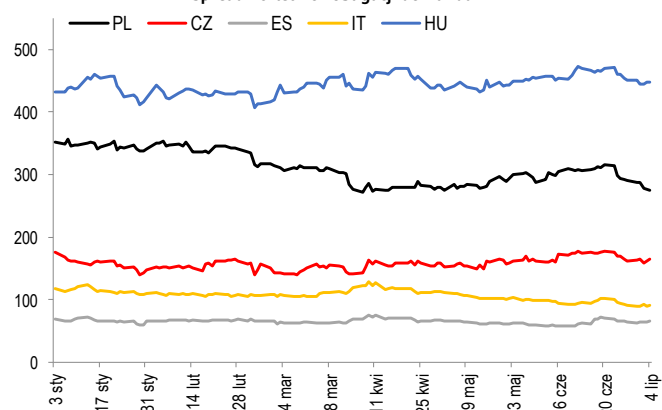
Rentowności obligacji skarbowych



3-miesięczne stawki rynku pieniężnego



Spread 10-letnich obligacji do Bundów



Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		REALIZACJA	OSTATNIA WARTOŚĆ*	
				RYNEK	SANTANDER			
PIĄTEK (4 lipca)								
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	V	% m/m	-0,2	-	-1,4	1,6
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	V	% r/r	-1,5	-	-2,6	-2,3
09:00	CZ	Inflacja	VI	% r/r	2,9	-	2,9	2,4
PONIEDZIAŁEK (7 lipca)								
08:00	DE	Produkcja przemysłowa SA	V	% m/m	-0,2	-	1,2	-1,4
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	V	% r/r	0,6	-	-	-1,1
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	V	% m/m	-0,6	-	-	0,1
WTOREK (8 lipca)								
08:00	DE	Eksport	V	% m/m	-0,5	-	-	-1,7
08:30	HU	Inflacja	VI	% r/r	4,6	-	-	4,4
ŚRODA (9 lipca)								
20:00	US	Minutes FOMC	VI					
CZWARTEK (10 lipca)								
08:00	DE	Inflacja HICP	VI	% m/m	0,1	-	-	0,1
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	241	-	-	233
PIĄTEK (11 lipca)								
Brak publikacji								

Źródło: Santander Bank Polska, Reuters, Parkiet, Bloomberg

* w przypadku rewizji dane uaktualnione

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych, Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji, Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl